

LUNES
14.12.2020
año 15

la diaria ECONOMÍA

Un proyecto editorial
de *la diaria* y Etcétera
(Economía Traducida
y Comentada)

Nº21

Senderos de
acumulación en la
Udelar: el caso de la
revolución eólica.

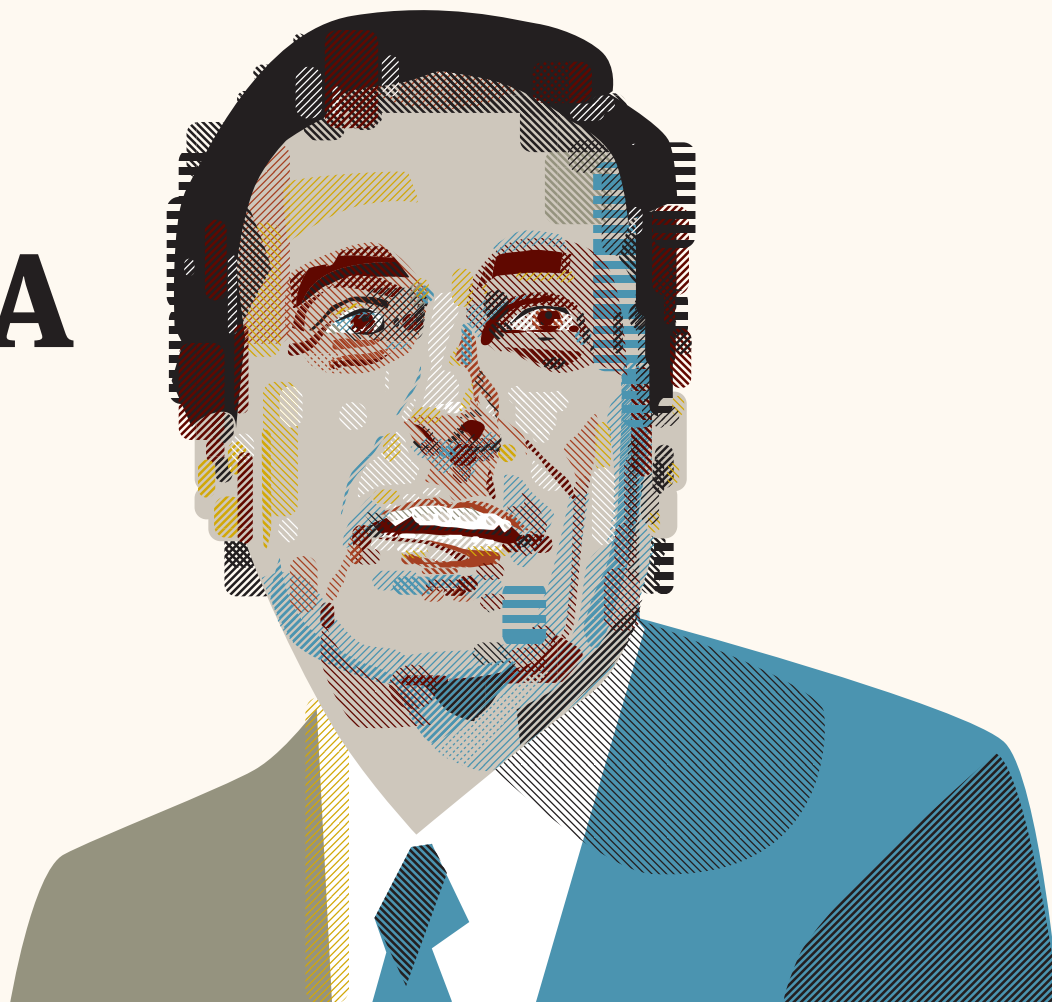
RETO BERTONI
7-8

Miradas regionales:
¿de qué hablamos
cuando hablamos de
captura del estado?

FERNANDA HOPENHAYM
9

Floreciendo: la industria
del cannabis ante un
cambio de paradigma.

MATHÍAS DA SILVA
10-12



ALDO LEMA

Contexto y perspectivas para la economía uruguaya

Nació en las afueras de Florida, se mudó a San José a los diez años y luego desembarcó en Montevideo para comenzar su carrera universitaria. Considera que a pesar de que “la economía va a caer 4,5% este año, que es más de lo contemplado en el presupuesto, el déficit fiscal va a ser menor” del previsto y que las calificadoras de riesgo no van a ser más tolerantes; “el riesgo de perder la calificación no parece atenuado por la pandemia, pero si se perdiera, podría tener un efecto menor a corto plazo. En el largo plazo podría costarnos más”.

GERMÁN
DEAGOSTO





Se argumenta que estamos ante una transformación del orden mundial vigente desde la posguerra, ¿vamos hacia un mundo más proteccionista?

Es una hipótesis factible, sobre todo por analogías con otros períodos históricos. Por ejemplo, a la globalización de la segunda mitad del siglo XIX y principios del XX le siguió un período de proteccionismo, que fue acentuado por la Gran Depresión. Ahora podemos decir que estamos viendo las secuelas de la Gran Recesión de 2008-2009. Desde esa perspectiva, es una hipótesis atendible. Sin embargo, tiendo a ser más optimista y creo que hay, respecto de esa etapa, dos diferencias importantes. La primera tiene que ver con el aporte de la propia ciencia económica y con la evidencia sobre la bondad de la inserción externa. Por lo tanto, es un riesgo comparativamente menor respecto del pasado. La segunda es que hoy es mucho más difícil trabar la globalización y la apertura, por su naturaleza, más asociada a la exportación de servicios, por la cuarta revolución industrial y la digitalización, y no tanto al movimiento de bienes como la anterior. Pese a que puede haber alguna restricción al movimiento de personas por el efecto pandemia, entiendo que es muy difícil retroceder.

A corto plazo, se podría especular que la nueva administración estadounidense podría encauzar mejor ese proceso que la anterior, si bien es cierto que las demandas proteccionistas son transversales y van desde la derecha hasta la izquierda. Por ejemplo, pese a que había demandas atendibles en el relacionamiento con China, los gobiernos de Clinton y Obama generaron relaciones más cooperadoras. Creo que Joe Biden y su equipo son conscientes de la importancia de lo anterior y eso puede derivar en un escenario más favorable. La guerra comercial significó desaceleración global y contracción del comercio mundial.

¿Estamos a las puertas de un cambio de hegemonía mundial?

Ahí hay mucho de vieja normalidad, en el sentido de que vamos a seguir en la transición desde el siglo de Estados Unidos al siglo de China. No obstante, las grandes tendencias se mantienen: vamos a seguir con un mundo bimotor, donde hay un liderazgo ascendente de China, pero sin pérdida de

protagonismo estadounidense. Sobre todo, por la importancia de este en el ámbito financiero y en materia de innovación y creación de empresas. La cuarta revolución industrial, catalizada por la crisis, tiene a sus empresas como grandes ganadoras. Japón y Europa han perdido importancia relativa y por eso, la vieja normalidad extendida significa un mundo bimotor con Estados Unidos y China como protagonistas. Esto es muy importante, no sólo desde el punto de vista del relacionamiento de los gobiernos, sino también desde la perspectiva del sector privado.

China va a ser cada día más relevante desde la perspectiva del canal real. Estamos ingresando en lo que se conoce como Bretton Wood II, donde la moneda relevante para países como el nuestro pasa a ser el yuan. Si bien aún no es relevante como moneda de transacción global, su probable fortalecimiento afecta nuestras monedas, los precios de las materias primas y las exportaciones. Por eso su importancia en el canal real y de la actividad. Por otro



FOTO: FEDERICO GUTIÉRREZ

lado, el canal financiero sigue teniendo a Estados Unidos como eje relevante en materia de tasas de interés, flujos de capitales y, obviamente, comportamiento del dólar. En suma, estamos saliendo sin grandes cambios respecto de lo que teníamos previamente, pero quizás con un ciclo diferente al que comenzó en 2013.

¿Cómo fue ese ciclo?

Fue un ciclo en el que la expectativa de retiro de los estímulos en Estados Unidos, combinada con los problemas que China arrastraba desde 2010, generaron un escenario de bajo crecimiento mundial, dólar fuerte y caída de los precios de los *commodities*. Esas son condiciones cíclicas adversas para la región, del estilo de las ocurridas a principios de los 80, a finales de los 90 y desde 2013 en adelante. De hecho, si tuviera que marcar la fecha cuando culminó el súper ciclo de materias primas sería el 22 de mayo de 2013, cuando [Ben] Bernanke anunció el cambio de signo de la política monetaria.

¿Y el ciclo actual es favorable?

Tengo una mirada cautelosamente optimista desde los dos planos. En el plano de las tendencias globales, creo que se van a mantener. En el plano más cíclico, creo que estamos teniendo un rebote del mundo, liderado por China, y que las condiciones financieras que se derivan de las dificultades de Estados Unidos se van a mantener expansivas. Eso dejaría un escenario con el precio de materias primas fortaleciéndose, a partir de la debilidad del dólar, y con rotación de flujos de capitales hacia países emergentes, algo que no ocurría desde 2013.

¿Por cuánto tiempo?

Claramente podría haber inflación de *commodities* y de activos, en tanto no haya inflación de servicios en Estados Unidos. Esa es la gran regularidad que hemos tenido en el pasado. En la medida en que estamos lejos del pleno empleo en Estados Unidos y la inflación no se desborda de 2%, esas condiciones pueden permanecer expansivas y darle continuidad a ese escenario positivo por un tiempo.

¿Cómo arrancás tu camino en la economía?

“Siempre me gustó muchísimo la economía, eso fue algo que tuve claro desde la adolescencia temprana, sobre todo porque quería entender la crisis de 1982, cuando mi padre quebró. Sin embargo, tuve algunas dudas porque en el periodismo encontraba algo que siempre fue muy estimulante. Por necesidad me tocó trabajar desde los once años y a los quince le planteé a mi madre, que era la que me ayudaba a buscar algunos trabajos, que quería trabajar en radio. Al mismo tiempo empecé a trabajar en el Cine Biógrafo de San José, que fue un cine que emergió desafiando al cine tradicional de la ciudad, y que apuntaba a un nicho menos comercial ofreciendo más calidad. Más o menos cuando estaba en quinto de liceo dejé el cine y me concentré en la radio, donde ya tenía salario de adultos. Sabía que para venir a Montevideo necesitaba tener buenas notas para acceder a una beca, porque con mi familia no podíamos financiarlo. Gracias un poco a esas notas, y también a la suerte y a la solidaridad de varias personas, el primer año que vine a Montevideo estuve en un hogar del Consejo del Niño (hoy INAU) mientras aterrizaba en la universidad en 1988. En ese momento, un funcionario que era asistente social, Dante Santos, quería desarrollar una especie de hogar "modelo" que tuviera, dentro del grupo, dos o tres estudiantes universitarios como referencia. En Montevideo trabajé en varios radios, desde CX 30, pasando por Radiomundo y Radio Uruguay, hasta El Espectador, lo que me permitía seguir estudiando paralelamente. Como te decía, si bien el trabajo era un medio, tuve momentos de dudas entre una carrera y la otra, porque el periodismo me parecía muy atractivo. Pero en un momento esas dudas se despejaron y además conocí a mi señora, que también estudiaba Economía. En 1992 me recibí y enseguida nos postulamos con mi señora para ir a Chile en el marco de un acuerdo que había entre el Banco Central del Uruguay, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Universidad Católica de Chile. 18 años después, en 2011, volvimos y nos instalamos acá. ▶

¿Por eso sos “cautelosamente optimista” con las perspectivas?

Sí. Más allá de los muchos problemas de la región, como los de Brasil, Argentina y otros, es muy distinto navegar con el viento en contra que con el viento más a favor. Además, hay que tener en cuenta el factor geopolítico, que hoy apunta a una mayor cooperación entre las dos grandes potencias.

¿Es una reedición del “viento de cola”?

Sí, pero creo que hay dos diferencias importantes con lo que fue el ciclo 2003-2007. La primera es que Uruguay, producto de la compleja crisis que enfrentó, salió barato en dólares, y eso le permitió capitalizarlo. Hoy Uruguay no es tan competitivo. La segunda es que los precios de las materias primas en aquel entonces llegaron a niveles que quizás hoy luzcan menos probables de ser alcanzados. En ese sentido, puede que no sea un ciclo tan favorable para el crecimiento como aquel. Es quizás un ciclo más parecido al de la salida de la crisis global de 2008 o como el de mediados de los 90.

¿Qué podemos esperar de la administración de Biden?

Creo que hay tres elementos que son relevantes. Primero, como dije, la globalización, donde entiendo que será más cooperador con China. Segundo, la consolidación fiscal, luego de planes de estímulos adicionales en el corto plazo. Si demoraran en retirarse a lo largo de los próximos años, el riesgo de que la Reserva Federal estadounidense [FED] tenga que poner un freno más significativo es muy alto. Por eso ahí hay un elemento favorable en la conformación del equipo económico de Biden: va a existir una mayor coordinación con la FED que la reciente. Steven Mnuchin, el actual secretario del Tesoro, no ha tenido una relación fluida con Jerome Powell, presidente de la FED. Tampoco Trump, que más de una vez atacó la autonomía de la institución. Con mayor coordinación entre la política fiscal y la política monetaria hay razones para ser optimistas. De ahí se deriva el tercer elemento, que es lo que va a pasar con el dólar, las tasas de interés y los flujos de capitales. De menos “guerra comercial” y

consolidación fiscal se derivan efectos positivos que son mucho más importantes que las políticas comerciales o el trato de Estados Unidos hacia América Latina.

¿Por eso hacías la analogía con “locos años 20”?

Hay algunos factores que son parecidos, aunque quizás es una pregunta para extender a otras ciencias sociales: ¿cómo va a ser la respuesta de las personas una vez atenuado el miedo por la pandemia? ¿Cómo serán los patrones de consumo? En algunas sociedades, lo que se está percibiendo es una fuerte recuperación en el gasto de bienes durables, y probablemente va a haber una reacción también en términos de la entretención y después del turismo. Entonces, si bien Uruguay enfrenta desafíos en términos de su competitividad, si a Brasil y a Argentina les empieza a ir un poco mejor el turismo de cercanía pueda favorecerlos en esa etapa, que claramente no es en lo inmediato. Efectivamente, hay un conjunto de elementos que tienen que ver con el alto crecimiento del mundo. Eso podría sostenerse por un tiempo ante un escenario de tasas bajas, altos precios de activos y recuperación de riqueza. Todo indica una recuperación global más tipo V. Así lo sugieren las bolsas. La de Nueva York tardó seis años en recuperar los máximos previos a la crisis de 2008, y ahora sólo seis meses. Los precios de los activos reflejan expectativas sobre flujos de las empresas y condiciones financieras, que en tanto no se vean amenazadas por la inflación, serán estimulativas. Por lo tanto, impactan positivamente en la riqueza, en las decisiones de los consumidores y en el costo de financiamiento de las empresas. Siempre las primeras etapas de estos procesos son de escepticismo y se suele hablar de la desconexión entre lo que muestran los activos y lo que muestra la realidad. Pero los activos miran hacia adelante y la realidad refleja los problemas del corto plazo. Por eso, todos estos

factores son consistentes con un ciclo de crecimiento sostenido.

Pero van a quedar secuelas.

Sí, será una recuperación con desigualdad y heterogeneidad, que no son consideraciones menores. Tenemos muchas desigualdades en sectores y a nivel de las personas, porque en el fondo esta es una crisis que golpea muy fuerte a unos, pero beneficia significativamente a otros. Por ejemplo, basta ver las diferencias entre rubros tecnológicos líderes y aquellos ligados al turismo, la hotelería y ciertas actividades de recreación. Ese contraste es muy significativo en términos del desempeño de las empresas y de la demanda de trabajo derivada. Pero el escenario promedio, desde el punto de vista global, es un escenario más bien favorable, y eso se debería ir viendo más nítidamente a medida que avance 2021.

¿Y cómo imaginás los vientos regionales?

Lo que le pasa a Uruguay depende de ese viento extrarregional y de estos dos vientos de la región. Eso luego se monta sobre un crecimiento potencial, que hoy se ubica entre 2% y 3%, y sobre las políticas macroeconómicas. Entonces, diría que, en lo extrarregional, el viento se está tornando favorable y puede intensificarse a medida que escale la vacunación. Ese escenario se proyecta para 2021, pero con impacto más significativo hacia 2022. Eso ayuda a la región y disimula los problemas de Argentina y Brasil.

Los primeros más severos que los segundos.

Sí, Brasil tiene hoy algunos elementos que le van a permitir capitalizar mejor el escenario externo. Tiene un tipo de cambio real competitivo, y una definición más proclive a la inversión y a inserción externa. Ya este año se contraerá menos de lo previsto, en torno a 4,5%, y la dinámica de la recuperación apunta a 4% o más en 2021. Pese a que



→ aún existe incertidumbre política y de sostenibilidad fiscal, Brasil tiene perspectivas más favorables que afectarán positivamente a Uruguay.

¿Pesa a que nos encarecimos en dólares?

El real se depreció en forma consistente con el fuerte despliegue de la política monetaria expansiva, en un contexto recesivo y de inflación controlada. Eso nos ha estado impactando negativamente, pero simultáneamente es un impulso para Brasil. De ahí la expectativa de mayor reactivación y también de revaluación del real. Por eso pasaríamos de “viento norte” en contra a favorable.

¿Y cuáles son las perspectivas para Argentina?

En Argentina hay una acumulación de problemas internos, institucionales y de políticas que dificulta la capitalización de ese escenario global, pero claramente este nuevo ciclo global es menos desfavorable que el que enfrentó durante los últimos tres años, en el medio de la guerra comercial y con un dólar fortalecido y expectativas de aumento de tasas de interés. La duda es si lo va a poder capitalizar y si va a lograr los acuerdos que le permitan facilitar la recuperación, por ejemplo, con el FMI. No es esperable un impulso desde Argentina, que además también se abarató mucho con relación a Uruguay; eso nos va a impactar una vez que se abran las fronteras. Sin embargo, también es cierto que con un dólar globalmente débil y con pequeños cambios de políticas y mayor pragmatismo a nivel local, el escenario no se ve tan negro como se veía tiempo atrás. El efecto neto sigue siendo negativo e incierto, pero Uruguay lo puede disimular mejor, como lo hizo en 2012 y 2013 ante un escenario extrarregional favorable. Además, a diferencia de esos años, Brasil podría jugar a nuestro favor. Entonces, me parece que en términos agregados Uruguay va a recibir mayor

impulso que lo que ha tenido durante estos últimos años. Eso es claro desde fuera de la región, pero también desde Brasil.

¿Cómo llegó Uruguay a la pandemia?

Llegó con varias fortalezas, sobre todo en términos de su deuda, mejor perfilada y medianamente desdolarizada, con mayor diversificación de exportaciones (en bienes y servicios) y de la situación patrimonial del sistema bancario (sólido y con menos conexiones financieras con la región). Eso facilitó el manejo de un escenario tan complejo. Quizás el mayor problema fue no haber podido desplegar políticas macroeconómicas más expansivas para contrarrestar más el impacto. Por lo tanto, tuvo que centrar la atención en el manejo de la propia pandemia, y esa se convirtió en la política económica más relevante. Eso no sólo por un déficit fiscal alto, sino por las pocas holguras en términos de la calificación de riesgo. Es un tema para revisar a futuro. Pensando en crisis como estas, que ameritan saltos significativos de la deuda, Uruguay debería evitar estar en la parte baja del rango de grado inversor. En ese sentido, deberíamos aspirar a estar en el segmento medio, de forma de contar con espacio para desarrollar una política de endeudamiento que pueda atenuar más el impacto de este tipo de shocks. Además, llegó con una inflación relativamente alta, que le impidió implementar, como Brasil, una política monetaria expansiva que permitiera depreciar el tipo de cambio para amortiguar el golpe. Esos son dos elementos para tomar a futuro: I) Uruguay debería proponerse tener mayor holgura en términos de la calificación de riesgo para poder, ante las crisis, aumentar el endeudamiento sin poner en riesgo la nota crediticia, y II) tener una inflación más baja para habilitar el despliegue pleno de la política monetaria.

¿Y hacia adelante cuáles son las perspectivas?

¿Y hacia adelante cuáles son las perspectivas?

A pesar de esas restricciones, Uruguay no se va a alejar significativamente de la contracción mundial: este año el PIB global se contrajo cerca de 4% y la caída de Uruguay estaría en torno a 4,5%. Estamos cayendo a una tasa similar habiendo centrado más el manejo en el control de la pandemia y terminando 2020 con un déficit fiscal estructural [ver

glosario] no mayor al del año pasado (vamos a aumentar el déficit fiscal, y eso es una política contracíclica, pero sin incrementar el estructural) y pudiendo empezar a bajar las tasas de interés. Sumando y restando todo eso, diría que hubo un rebote rápido que se extendió hasta setiembre, pero que se moderó recientemente.

Ahora, mirado en perspectiva un poco más larga, ese freno no debería cambiar la trayectoria a una recuperación significativa, aunque podría quedar un poco más retrasada. Si bien la recuperación para el año que viene no estará tan cerca del crecimiento mundial, que será del orden de 5,5%, podría compensar parcialmente la caída de este año. Es probable que Uruguay crezca por encima de 4% en 2021. ¿Cuánto más? Dependerá de cómo se estabilice la situación de la pandemia, pero el resto de los factores está siendo favorable, y lo será más hacia 2022.

¿No es optimista el crecimiento asumido en el presupuesto para 2021-2024?

El crecimiento está definido sobre un 2,3% de tendencia y me parece que eso es validado por el consenso. Las cifras de corto plazo, en particular en este segundo semestre, están siendo más moderadas de lo previsto. Sin embargo, la recuperación posterior puede ser mayor. Por tanto, si se cumplen los supuestos sobre el escenario externo, las cifras de crecimiento en torno a 2,3% siguen siendo factibles. Puede ser que se retrasen, pero no me parecen inviables.

Sin embargo, las innovaciones que hemos tenido han sido negativas, dado el cierre de fronteras y el nuevo despliegue de medidas para contener el virus.

Sí. Tenemos un corto plazo aún sinuoso que amerita mayor proactividad desde el punto de vista de las políticas públicas para atender sectores que puedan enfrentar dificultades por más tiempo del previsto. Se necesita creatividad

y medidas que puedan ser de reversión automática. Creo que ahí Uruguay ha dado un ejemplo políticamente transversal al crear el Fondo Coronavirus para encapsular los apoyos del corto plazo y dar ciertas garantías desde el punto de vista del manejo fiscal. Por otro lado, habrá sectores que van a ir tomando un dinamismo mayor en los próximos meses, como el agroindustrial y el forestal, que empiezan a enfrentar una coyuntura de precios más favorable. Si el clima no impide capitalizarlo, eso debería ser un motor para complementar el eventual despliegue de otras políticas focalizadas que pueden ser necesarias.

¿Cómo evaluás la reacción de la política económica?

Creo que la reacción ha sido condicional a las condiciones iniciales que mencionaba en términos del déficit y del riesgo de perder la calificación crediticia. Ahora, pensando en la transición de aquí a marzo, diría dos cosas. Primero, Uruguay está terminando con un déficit fiscal menor al previsto por el gobierno, y eso deja un margen para políticas focalizadas, aunque limitado por la amenaza de una baja de la calificación. Segundo, si esto se complementa con una mejor institucionalidad fiscal, que es lo que está planteando el gobierno, va a ayudar a que sea creíble que esta es una situación transitoria. El mejor momento para mejorar la institucionalidad fiscal es en tiempos de vacas flacas y de crisis agudas como esta. Si eso es creíble, hoy podría haber un manejo fiscal que ayudara ante la prolongación de este contexto. Lo mismo con la política monetaria. Si se dan señales en la dirección de mejorar su institucionalidad y reafirmar las metas de inflación, la política monetaria puede seguir jugando el papel expansivo que está desempeñando ahora. Eso apoya a la actividad en general, pero especialmente a algunos sectores, como el inmobiliario

Glosario de conceptos

- » **Términos de intercambio.** Las variaciones de los precios internacionales de los principales productos de exportación e importación de una economía impactan sobre su nivel de actividad. Esto es particularmente relevante para economías pequeñas y abiertas como la nuestra. Este tipo de evento se denomina shock de términos de intercambio. Para medir las variaciones de los términos de intercambio se utiliza habitualmente el cociente entre el precio promedio de las exportaciones y el de las importaciones. La evolución de los términos de intercambio afecta de forma directa diversas variables, como la entrada de divisas, y puede representar una fuente de inestabilidad económica. Los shocks de términos de intercambio pueden ser favorables, cuando el precio de lo exportado aumenta más que el precio de lo importado, o desfavorables, cuando ocurre lo contrario. Por ejemplo, si el precio de la soja (la exportamos) aumenta más que el precio del petróleo (lo importamos), se dice que el país está experimentando una mejora de sus términos de intercambio.
- » **PIB potencial.** Es un concepto teórico que refiere al nivel de producción máximo que un país puede alcanzar en función de su dotación de recursos (trabajo y capital) y de su tecnología, sin provocar desequilibrios (como pueden ser presiones inflacionarias).
- » **Resultado fiscal estructural.** Los ingresos y los egresos del sector público, que conforman su balance fiscal, están afectados por factores que son de naturaleza transitoria y también de naturaleza permanente. Por ejemplo, si la economía está transitando por la fase alta de su ciclo económico (el PIB supera su nivel tendencial), como sucedió entre 2004 y 2014, los ingresos tributarios efectivos son mayores que los estructurales. Al mismo tiempo, algunas partidas del gasto, como el seguro por desempleo, pueden ser menores de lo que serían normalmente. Lo mismo, pero en el otro sentido, sucede cuando la economía transita por la fase baja de su ciclo (como ha sucedido desde 2015). Otros factores que pueden generar diferencias entre lo cíclico y lo estructural tienen que ver con la evolución del precio de las materias primas, que pueden atravesar fases de boom o más deprimidas. Estos no son los únicos factores que generan esas disociaciones, también impactan las tasas de interés o el tipo de cambio real, por ejemplo. Para calcular el resultado estructural, que no es una tarea sencilla, es necesario depurar justamente esos efectos de carácter más transitorio. ▶

o la construcción, vía menores costos de financiamiento.

Hoy tenemos tasas de interés reales negativas de corto plazo y un efecto en el tipo de cambio que de otra manera no tendríamos. Si bien lo que está pasando con el tipo de cambio tiene que ver con la tendencia global de un dólar más débil, al mismo tiempo ha tenido un elemento apuntalador desde la política monetaria e incluso desde la intervención, con la acumulación de casi 2.000 millones de dólares. Entonces, diría que en el corto plazo hay estímulos desplegados y que podría haber otros si aumentan las dificultades ante el riesgo del descontrol de la pandemia.

¿Esas señales creíbles sobre la mejora de la institucionalidad no dan margen para fortalecer la red de protección social en el muy corto plazo?

En la medida en que se dan señales de credibilidad en ese sentido Uruguay genera, primero, bases para la inversión en el mediano plazo hacia aquellos inversionistas que están evaluando que la recuperación puede ofrecer oportunidades de proyectos. Segundo, un efecto directo sobre las tasas de interés. Uruguay enfrenta hoy tasas muy bajas en dólares y en moneda local, y eso tiene un impacto de corto plazo en la demanda interna que va más allá de la inversión. Tercero, desde el punto de vista de

la política fiscal, Uruguay recurre hoy a financiamiento para la red de protección social; para financiar un seguro de desempleo que podría permanecer alto por más tiempo del previsto, o para apoyar focalizadamente a las personas. El ir fortaleciendo esa institucionalidad justamente lo que permite es eso. Entonces, efectivamente hay algo de activos intangibles que el país está acumulando a la larga, y que le permitirá enfrentar escenarios adversos en los próximos años desplegando estímulos de forma más relevante de lo que pudo hacer este año. Pero también hay algo muy relevante que pasa por mantener el costo de financiamiento bajo de hoy.

Lo anterior es tanto en materia de política fiscal como de política monetaria, que “entre paréntesis” es la cambiaria. En la medida en que la inflación no sea una restricción se pueden mantener bajas las tasas de interés y apuntalar el tipo de cambio para ganar competitividad. Ahora, con relación a esto, parte de que Uruguay sea más caro en dólares es consecuencia de sus éxitos, de que su ingreso per cápita sea más alto que en la región, de que haya logrado cierto desacople regional, cíclico y estructural, y de que tenga una sociedad con un grado de desarrollo comparativamente más alto. Inevitablemente vamos a tener que convivir con eso. Por eso pongo el foco en la política cambiaria, porque muchas veces cuando se plantean medidas que aumenten la productividad, que por supuesto son bienvenidas porque apuntalan el crecimiento potencial, no debemos olvidar que eso tiende a apreciar el tipo de cambio real. Y cuando hay un desalineamiento cambiario, la que lo puede corregir es fundamentalmente la política monetaria con tasas de interés que empujen hacia el equilibrio de forma más rápida.

En relación con el desalineamiento cambiario, ¿Uruguay ya corrigió el desvío de precios relativos, como asume el presupuesto?

Lo que está ocurriendo es que el alza de precios en dólares a nivel global está ayudando, vía ganancia de términos de intercambio [ver glosario], a validar un tipo de cambio real más bajo. Desde que se diseñó el presupuesto, los fundamentos se movieron en dirección a moderar el alza del tipo de cambio real. Estoy hablando en promedio, porque al final el tipo de cambio real es uno solo, por más que a veces lo analicemos como tipos de cambio bilaterales. Y ese tipo de cambio empezó a recibir el impacto de la mejora en los precios en dólares de nuestras materias primas, de las perspectivas de recuperación y de una dinámica de gasto interno probablemente más expansiva en los próximos años. Entiendo que se plantearon metas para la inflación y se asumieron supuestos para el tipo de cambio nominal, pero que en el fondo son condicionales a lo que pasa con la inflación externa y el escenario macroeconómico en general. Acá también vamos a ver el impacto de la debilidad global del dólar. O sea, estamos teniendo fundamentos que empiezan a justificar un tipo de cambio real menor. Es distinto al escenario de agosto, con el precio de la soja cerca de 300 dólares, que el escenario actual con la soja en 430 dólares y con la recuperación de otras materias primas.

Pero los desvíos bilaterales con Argentina y Brasil son muy pronunciados.

Sí. Ahí puede haber un impacto negativo en la actividad de corto plazo. La gran pregunta es qué va a pasar con las monedas de ambos países. Hoy ya tenemos el tipo de cambio en Brasil abajo de 5,2 reales por dólar, y es muy probable que, junto con la recuperación fuerte de Brasil, siga apreciándose. También es probable que Argentina enfrente una combinación de menor presión nominal y alta inflación que irá socavando su ganancia en competitividad. Volviendo a la analogía de los vientos, es cierto que, desde el punto de vista



→ de la capacidad de competencia, puede haber todavía viento en contra desde esos dos países. Además, cuando se abran las fronteras me parece que vamos a tener un impacto no tan negativo de Argentina y Brasil en términos turísticos, desde ciertos segmentos de ingreso, aun con diferencias cambiarias. En el caso de Argentina, incluso, es probable que parte de la merma del turismo sea compensada por un mayor nivel de argentinos residiendo en Uruguay.

¿Ves viable la meta fiscal hacia el final del período de gobierno?

Creo que ahí al gobierno le ha faltado transmitir que el resultado y la política fiscal se basan en el balance estructural. Por tanto, hay que concentrarse en la evolución del déficit estructural. La política fiscal está fijada sobre un crecimiento potencial de 2,3%, que a mí no me parece optimista. Obviamente, si hay desvíos sistemáticos en el déficit efectivo uno podría poner en cuestionamiento también el estructural. Pero si es un retraso transitorio que no significa un cambio, creo que la evaluación de los inversionistas, las calificadoras de riesgos o los organismos multilaterales guardará relación con la gestión en función de parámetros estructurales. Si la recuperación se retrasa y afecta la recaudación, se podrá plantear que no es un problema desde esa perspectiva. Dicho esto, pese a que la economía va a caer 4,5% este año, que es más de lo contemplado en el presupuesto, el déficit fiscal va a ser menor; está convergiendo al entorno de 6,3% del PIB (y bajo 6% con el nuevo PIB). Es decir, una cifra menor a la estimada. Esto es una primera señal de credibilidad en términos del cumplimiento de la meta y puede dar cierto margen para actuar o evitar que, si la recuperación cíclica no acompaña, no se vea afectada la evaluación de las calificadoras ni las tasas de interés. Pero de nuevo, creo que ha habido un manejo comunicacional

que podría haber sido mejor porque es un tema difícil de transmitir. El presupuesto no se basa en el crecimiento de cada año, sino sobre el crecimiento tendencial [ver glosario]. Entonces, cuando se discute si es optimista o no, es porque seguimos con el enfoque anterior que pasa por mirar las cuentas públicas en función de lo que pasa cada año.

¿Las calificadoras no van a ser más tolerantes?

Pese a que al principio teníamos esa hipótesis, las calificadoras han sido muy activas este año, tanto en baja de calificación como en revisión de perspectivas. Dicho eso, creo que tampoco hay que sobredimensionar el riesgo de perder la calificación. Obviamente, tiene un impacto sobre cómo somos ponderados en los portafolios de inversión y sobre cómo nos consideran para la inversión extranjera. Pero ese impacto es muy distinto cuando las condiciones financieras son favorables. Además, podría no haber mayor impacto en los precios de los activos ni en las tasas de interés, dada la gran disponibilidad de liquidez global, fenómeno que tiende a homogenizar los riesgos. Basta mirar a Brasil, que perdió su grado inversor y enfrenta tasas muy bajas de interés. Entonces, el riesgo de perder la calificación no parece atenuado por la pandemia, pero si se perdiera, podría tener un efecto menor a corto plazo. En el largo plazo podría costarnos más.

¿No había margen para tolerar un déficit mayor entonces?

Se está terminando con un déficit fiscal que para unos significa que hubo mucho ajuste, y para otros que hubo poco. Creo que Uruguay, mirado en perspectiva comparada, está mostrando una caída del producto parecida a la de la economía mundial y un aumento del déficit fiscal que juega un rol contracíclico, pero que es acotado y que tiene cierta estabilización en perspectiva estructural. Además, hemos dado un paso razonable

al encapsular los gastos transitorios de la pandemia en el Fondo Coronavirus y no convertirlos en permanentes. Ese va a ser un tema de debate durante los próximos años en todo el mundo. Ese fondo contó con la aprobación de todo el sistema político, algo muy valioso que implica que se entendió que debía ser una política de reversión automática. Ahora bien, el desafío que tiene la institucionalidad fiscal que se está desarrollando, y que va a tener el presidente, está en el cumplimiento de las metas con el entorno externo mejorando. El marco normativo importa, pero importan mucho más los hechos, la acción. Si no hay voluntad política para cumplir con esas reglas, la letra y el papel son irrelevantes.

La economía política de la política económica.

Exacto. Desde una mirada un poco más larga, creo que van a emerger dos temas relevantes. Primero, si el escenario comienza a ser más favorable, ¿cómo evitar las presiones para que esa mejora no se traduzca en una mayor expansión fiscal a la larga? De nuevo, las cuestiones fiscales tienen que ver más con lo estructural que con lo cíclico, no al revés. En algún momento se tiene que producir el cambio. Creo que la política fiscal tiene que ser contracíclica y compensar los shocks adversos. Este año teníamos restricciones para hacerlo con mayor plenitud. Una era la propia incertidumbre sobre el manejo y la evolución de la pandemia, y la otra era estar a un escalón de perder el grado inversor para una de las agencias. Esa es una lección que todo el sistema político puede tomar: generar holguras para estar preparado ante la próxima crisis, porque la va a haber. Si bien hemos avanzado en mejoras de política económica, y ese es un factor distintivo que tenemos, no estamos exentos de otras crisis. En ese sentido, es importante que en la medida en que ese escenario cautelosamente optimista se va dando, la política fiscal no vuelva a ser procíclica. El segundo tema está vinculado con calibrar bien lo que está pasando con la mejora de las condiciones externas y la

evolución de la inflación, de forma de que la política monetaria expansiva se revierta a tiempo. Por eso hay que complementar con institucionalidades que den credibilidad y refuercen esos compromisos. Esos son problemas que deberían empezar a ocurrir más adelante, porque todavía el camino va a continuar siendo sinuoso en el corto plazo. También lo que suceda con la reforma de la seguridad social es muy relevante desde el punto de vista de la economía política. Si la comisión de expertos plantea una reforma relativamente consensuada al Parlamento, y este la aprueba, incluso con algunos votos de la oposición, la señal general sería favorable y muy potente.

¿Hay alguna lección para extraer del caso chileno?

Que un crecimiento mediocre genera problemas sociales y limita la capacidad de reducir las desigualdades de forma rápida. Ese fue un problema que acá tuvimos en los 60 cuando la economía se estancó. Otro fenómeno que también afectó a Chile a partir de 2014, e intensificó sus problemas, fue la combinación de un crecimiento muy bajo con procesos migratorios significativos. Por eso Uruguay necesita un crecimiento alto que genere mayores oportunidades para los uruguayos y para los inmigrantes que eligieron nuestro país. Eso es lo que va a permitir viabilizar las políticas sociales, las políticas públicas y el dinamismo del empleo necesario para atender a los sectores más golpeados. En definitiva, necesitamos más inversión, más productividad, mayor educación y una readecuación de las capacidades al mundo que se viene, que es muy distinto. Eso inevitablemente requiere más recursos. Para que podamos tener un aumento de los gastos más relevante en términos estructurales y un mayor dinamismo en el empleo, el crecimiento de 2,3% es muy bajo; necesitamos aumentar el crecimiento potencial. ■

“Los locos años veinte”: ¿*déjà vu?*”.
El País, 30 de noviembre.